

积极稳妥地推进 互换交易在我国的运用

□ 李晓峰

70年代中期国际金融市场创新发展的金融互换交易,经过二十年的发展,已成为降低筹资成本,防范利率、汇率风险的最有效金融工具之一,因而备受各国金额家、筹资者和资产、债务管理者的青睐。随着我国金融体制改革的深入和金融业对外开放的扩大,互换交易已逐渐在我国引入并加以运用,为企业降低筹资成本,防范汇率、利率风险,加强资产负债管理提供了新途径。但从总体上看,我国进行的互换交易的数量、种类还十分有限,各阶层、各经济实体对互换交易的功能及其作用的认识还不够深入,因此,加强对互换交易的功能和运作方法的研究,积极稳妥地推进互换交易在我国的运用具有重要的意义。

一、在我国开展互换交易的必要性

互换交易之所以能在全球得到空前规模的迅速发展,是因为它具有许多其他金融工具所没有的功能:1、可降低筹集资金的成本。由于各国国情的不同,经济发展水平的不一致性以及法规体系和流动性等方面的差异,使各国市场间存在着不同程度的分割,因此不同国家的筹资者由于所处地理位置和信用等级不同,在同一市场上筹集同类资金的成本存在着差异,而互换交易可使交易者利用这一相对的筹资成本优势,大幅度降低筹资成本;2、可增加筹资的灵活性。互换交易有助于消除不同市场间的阻隔,使筹资者可以较容易地筹集到任何期限、币种、利率形式的资金,从而增加筹资的灵活性,使筹资方式更为广泛多样化;3、可防范金融风险。互换交易可使交易者及时灵活地调整资产与

负债的货币结构和利率结构,实现资产负债的最佳搭配,从而减少中长期利率和汇率的风险。充分利用互换交易的这些功能,对于提高我国利用外资的效益,加强外汇储备的管理,促进我国金融业的国际化均具有重大的实践意义。

(一)有利于提高我国利用外资的效益。随着我国经济体制改革的不断深化和对外开放程度的不断提高,我国利用外资的规模日益扩大。在当今国际金融竞争日益加剧,金融风险日趋显著的环境下,如何优化筹资结构,降低筹资的相对成本,加强债务风险管理,增强外债偿还能力,提高利用外资的效益显得更为重要,而互换交易正是实现这一目标最有效的手段。

(二)有利于加强对外汇储备的管理。近年来,随着我国对外贸易的持续增长和利用外资规模的不断扩大,我国外汇储备稳步上升。如何确保外汇储备的安全性、流动性和盈利性已成为当前外汇储备管理工作的重点。而互换交易不仅适用于债务互换,而且也可用于资产互换,通过互换交易,可对外汇储备实施更为有效的动态管理,以利外汇储备的保值、增值。

(三)有利于促进我国金融业的国际化。八十年代以来,随着世界金融市场自由化、电子化、创新化及国际一体化的发展,一方面各国金融业的相互影响和相互联系日益密切,另一方面,各国金融业之间的竞争也日趋激烈。在这新的国际金融竞争形势下,作为发展中国家的中国金融业显然面临着艰巨的挑战。为了更快地赶上国际金融发展的先

进水平,提高我国金融业参与国际竞争的能力,我们应充分发挥自身优势,借鉴发达国家金融业发展的经验,一方面加快金融体制改革,按照国际惯例,建立适应市场经济发展的金融运行机制;另一方面应积极引进和吸纳国外金融创新成果,促进我国金融机构及早掌握国际金融市场的新业务,以提高我国金融服务水平,加快我国金融业国际化进程。

二、目前影响互换交易广泛运用的主要原因

(一)人民币尚未实现完全可自由兑换。我国人民币虽已实现经常项目下的自由兑换,但对资本项目仍实行严格的管制,不仅对外借款的实体限于“十大窗口”,而且对外借款的数量、时间、地点都受到严格的限制,借入的外债要进行严格的登记管理,对资本项目外汇帐户的开立及使用均有严格的规定,若境内机构欲将资本项目外汇帐户内资金转换为人民币,须经外管局批准,并且其帐户内的外汇不得任意转让。这就使境内各经济主体(除金融机构外)无法自由运用外汇资金,也就难于开展货币互换交易。只有金融机构可在一定范围内进行货币互换。1995年人民银行还发布了“关于禁止金融机构随意开展境外衍生工具交易业务的通知”,规定国内金融机构必须在国家外管局核准的前提下方可进行避险性境外衍生工具的交易,这就使金融机构难于灵活运用互换交易,降低筹资成本,防范汇率、利率风险。

(二)经营主体尚未树立强烈的风险意识。目前我国金融市场的交易主体多是国有机构,在对外借款中,也是由以国有金融机构为主的“十大窗口”作为中介向外筹措,再转贷给国内企业使用的。由于这些经济主体的产权制度尚不明晰,缺乏内在的自我激励机制和自我约束机制,不能真正做到自主经营、自担风险、自负盈亏。而且目前我国金融机构在很大程度上还要受制于地方政府的行政命令,经营活动中所产生的亏损最终是由国家来承担的。因此,就不可能树立强烈的风险防范意识,也就不可能有强大的内在动力和外压力去运用互换交易,以求最大限度地降低负债成本和提高资产的盈利率。

(三)金融市场尚未建立真正的市场均衡价格。我们知道,互换交易主要有货币互换和利率互换两类交易,其形成的基础在于不同筹资者在不同市场

上的筹资成本存在着差异,并且这种差异随时间的变动而变动。换句话说,其赖以存在的金融市场必须是健全完善的金融市场,其利率、汇率等金融价格完全由市场供求所决定,并在此基础上形成均衡价格。而目前我国金融市场还不够健全完善、各种金融价格还不是完全的市场均衡价格,如汇率虽已实现并轨,但国家对外汇的管制还比较多,人民币汇率的形成机制还不健全,每日的外汇牌价并不能完全反映真实的市场供求状况。利率也未实现市场化,虽然1996年1月2日起全国银行间统一拆借利率(CHIBOR)已出现,但这一利率指标还远未象英国LIBOR利率、美国的商业票据利率、香港HIBOR利率那样具有权威指导作用,同时由于入网会员有限、资金使用权力有限、CHIBOR利率也还没能成为真正的市场均衡利率,而且国家还对银行存贷款利率、国债发行利率存在着或明或暗的管制。从筹资的利率形式和利率水平来看,既不存在以浮动利率定价的资金,也未形成不同借款人筹资的比较利益,因此,不同经济主体便难于在国内市场上通过利率互换来获取不同利率形式的资金,并从中获取比较利益。而且,由于利率水平未能随经济发展和资金供求的变化而变动,利率风险相对较小,这就使互换交易规避价格风险、降低筹资成本的功能无法得到发挥。

(四)缺乏足够的人才、经验和设备。长期以来,我国金融业实行封闭式运行,金融市场的发展远远落后于其他先进国家金融市场,与国际金融市场运行相脱离,因此能够熟练掌握国际金融市场新业务、新工具和现代投资技巧的人才奇缺,国际金融风险预测和管理的经验不足,金融机构的技术设施落后,电子化程度较低,这一切都极大地限制了我国对国际金融创新工具的运用。

(五)缺乏完善的金融监管体制。当代国际金融创新的趋势是金融管制不断放松和金融监督不断加强并存,也就是说在较宽松的法规框架下,赋予金融机构良好的金融创新环境,同时加强对金融机构运行状况的监督,以防范新金融风险的产生。而我国目前既缺乏完善的金融法规,规范金融机构的经营行为,又缺乏有效的监督手段和措施,难于控制新金融工具运用中所可能产生的风险。这也在一定程度上限制了互换交易的广泛运用。

三、积极推进互换交易在我国的运用

由上可见,互换交易在我国的广泛运用还受到许多因素的制约,但随着我国经济金融体制改革的进一步深化和对外开放程度的不断提高,互换交易这一重要的筹资、保值工具将逐步在我国得到广泛的运用,并发挥越来越大的作用。为了更好地推进互换交易在我国的运用,应从以下方面入手:

(一)提高对开展互换交易的意义的认识

应当明确互换交易的功能及在我国运用的意义。近年来,由于国际上因衍生金融工具运用不当而引发的金融动荡时有发生,因而使国内许多学者和金融部门的实际工作者对衍生金融工具持否定态度。诚然,如期货、期权等衍生金融工具的投机性较强,运用和管理不当可能导致灭顶之灾。但我们也应看到大多数衍生工具的运用,都发挥了积极作用,这也正是衍生工具不断更新换代并得到国际金融界青睐的重要原因。特别是象互换交易这类工具投机性较小,保值性较好,其可能产生的风险与其他衍生金融工具不同,一般不会因某笔交易的失误而导致“全军覆没”。它与一般银行贷款也不同,其信用风险较小,当交易的一方违约时,另一方的支付义务也随之取消,不会因此而产生巨大的本金损失。因此在各种国际金融创新工具中,互换交易是运用最为广泛、最为成功的金融衍生产品。我们应区别对待不同类型的衍生金融工具,在制定严格的管理措施下,积极慎重地开展互换交易,以充分发挥其积极作用。

(二)明确开展互换交易的策略和步骤

由于目前在我国开展互换交易既存在有利条件,也存在一些限制因素,因此,必须积极、稳妥而有步骤地开展这一业务。近期内应由金融监管机构选择在国际金融业务较多的沿海开放城市,由金融经验较丰富的国有金融机构(如中行)试点进行该项业务,并制定相应的管理条例,以保证该项业务的顺利进行。试点金融机构应积极利用国际互换市场,为政府和企业设计合适的境外融资方案,以降低借用外债的成本和风险,提高利用外资的效益和偿还能力。在当前我国资本项目尚未开放情况下,货币互换的范围应只允许不同外币间的互换,而不允许外币与人民币之间的转换。经过一段

时间的试点,在取得经验后,方予以推广。为了使该项业务顺利地展开,并取得积极的效果,应采取以下配套措施:

1、加强对互换及相关衍生产品交易的管理。

由于目前我国金融机构对互换及相关衍生产品交易的复杂性和风险性的认识了解还十分有限,其操作尚处于摸索阶段。鉴于国际金融市场因衍生产品运用不当而导致亏损,倒闭事件的不断发生,我们必须在开展这些业务时,从宏观和微观方面加强管理。监管当局必须制定“金融机构开办衍生产品业务实施规则”,明确允许从事该业务的对象和业务种类,并要求银行在开办这类业务时应先评估其风险与效益,制定经营策略、业务操作规则以及风险管理措施,上报监管机构批准后,方可进行。与此同时,应进一步完善相关的会计、法律制度,明确规范金融机构的行为,并定期进行检查监督。银行在开办此项业务时,应根据监管当局的要求,制定严格的操作规则,明确规定业务原则与方针、业务流程、内部控制制度、定期评估方式、会计处理方式、内部稽核制度等。应建立完善的风险管理体系,严格划分交易人员与清算人员的职责,并指定专人负责对有关风险的衡量、监督与控制,以防范和降低风险。

2、进一步提高金融电子化的水平,加快人才的培养。现代科学技术的发展,尤其是电子通讯、信息处理及计算机在金融业的广泛运用及不断更新,是引发金融创新的重要原因和必备条件之一,我国金融机构要开展衍生金融产品交易,就必须进一步提高金融电子化水平,跟上全球金融业发展的新潮流。为此,应进一步加大对电子化装备的投入,尤其是要注意集中各家金融机构的力量,协同作战,共同开发,共享成果,以充分发挥集团军的整体效能。此外,应加快人才的培养。积极挑选一些思维敏捷、知识结构全面,又具有一定实践经验的青年人才,到国外欧美大银行学习、实践、尽快掌握国际互换市场的运作机制、清算程序(风险管理技术)以及相关的会计、税收、法律问题,为顺利开展互换业务奠定基础。

作者单位:厦门大学财金系

责任编辑:纪若梅